



lusletter
informazione e aggiornamento giuridico

LaScala
SOCIETÀ TRA AVVOCATI



Le criptovalute secondo le Autorità e i Giudici

Avv. Sabrina Galmarini

26 febbraio 2019

INDICE

- Indice dei principali documenti europei (e italiani)
- Focus su alcuni documenti EBA
- Focus su alcuni documenti ESA
- Focus sulle ICOs
- Focus su alcuni provvedimenti Consob
- Focus su due provvedimenti giudiziari italiani



INTERVENTI DELL'EBA

- Virtual Currency Scheme (*ottobre 2012*)
- Warning on VCs to make consumers aware of risks (*dicembre 2013*)
- Opinion on VCs (*luglio 2014*)
- VC schemes: a further analysis (*febbraio 2015*)
- Opinion to bring CVs into the scope of Directive (EU) 2015/849 (*agosto 2016*)
- EBA's Fintech Road Map (*marzo 2018*)
- Report on crypto-assets (*gennaio 2019*)



The logo for the European Securities and Markets Authority (ESMA), consisting of the letters "ESMA" in white, bold, sans-serif font centered within a dark red square with a thin grey border.

ESMA

- Call for evidence on VC investment (*aprile 2015*)
- Alert to investors to the high risk of ICOs
(*novembre 2017*)
- Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets
(*gennaio 2019*)



ULTERIORI INTERVENTI A LIVELLO EUROPEO

- Richiesta della Commissione Europea di ulteriori approfondimenti sulle criptovalute (*dicembre 2017*)
- ESMA, EBA and EIOPA: Warning on the risk of buying or holding VCs (*febbraio 2018*)
- European Commission's Fintech Action Plan (*marzo 2018*)



FCA

- Cryptoassets Taskforce: Final Report
(ottobre 2018)
- Consultation Paper on Crypto-assets
(gennaio 2019)



INTERVENTI DELLA VIGILANZA ITALIANA

- **UIF:** Utilizzo anomalo di valute virtuali (*febbraio 2015*)
- **Banca d'Italia:** Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette valute virtuali (*gennaio 2015*)
- **Consob:** Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute
- **Consob:** dal *21 marzo* al *14 febbraio 2019* ha adottato 13 provvedimenti



EBA
VC Scheme
(ottobre 2012)

- Report di taglio investigativo-scientifico
- Rischi per la **STABILITÀ DEI PREZZI** del sistema finanziario (come sistema integrato di intermediari, mercati e infrastrutture di mercato) e del sistema dei pagamenti
- Rischio **REPUTAZIONALE** per le autorità di vigilanza e le banche centrali, in quanto considerate garanti della stabilità del sistema



EBA
VC Scheme
(*ottobre 2012*)

- **Prima definizione** delle VCs:
 - ✓ Come moneta digitale non regolamentata
 - ✓ Priva di corso legale
 - ✓ Emessa e controllata dai suoi sviluppatori
 - ✓ Usata e accettata dai membri di una comunità virtuale



EBA
VC Scheme
(ottobre 2012)

- Individuazione di **TRE SCHEMI DI FUNZIONAMENTO**:
 - ✓ A schema **CHIUSO**, di solito usate nei giochi on-line
 - ✓ A schema **UNIDIREZIONALE**, in cui sono acquistate con mezzo di moneta tradizionale/reale e possono essere utilizzate solitamente per acquistare beni e merci virtuali ed eccezionalmente beni e merci reali
 - ✓ A schema **BIDIREZIONALE**, quando possono essere vendute ed acquistate contro valute tradizionali/reali



EBA
Warning on VCs
(dicembre 2013)

- **RISCHI:**
 - ✓ Possibilità di **perdere il proprio denaro** sulla piattaforma di scambio
 - ✓ Possibilità di subire un **furto** del proprio denaro dal portafoglio elettronico
 - ✓ **Assenza di tutele** per l'utilizzo di VC come mezzo di pagamento
 - ✓ **Elevata volatilità**
 - ✓ Possibile **abuso** delle transazioni in VC per lo svolgimento di attività criminali, incluso il riciclaggio
 - ✓ Possibile assoggettamento a **imposta**



EBA
Opinion on
CVs
(luglio 2014)

- Indirizzata ai legislatori comunitari e alle Autorità di Vigilanza dei 28 stati membri
- Possibilità e opportunità di regolamentare il fenomeno
- **Caratteristiche distintive:** generale accettazione (quanto meno nelle web communities interessate dal fenomeno) delle CVs come strumenti di pagamento, capacità di essere trasferite, depositate e scambiate elettronicamente
- Stimate cautamente **oltre 200 CVs**



EBA
Opinion on
CVs
(luglio 2014)

- Benefici potenziali
- **Scarsa rilevanza del fenomeno**
- **70 rischi** per la stabilità del sistema:
 - ✓ Rischi antiriciclaggio e crimini finanziari
 - ✓ Rischi dei sistemi e servizi di pagamento in ipotesi di provvedimenti sopravvenuti che dichiarassero illegali le CVs
 - ✓ Rischi per l'Autorità di Vigilanza (reputazionali, legali e di concorrenza)



EBA
Opinion on
CVs
(luglio 2014)

- Nel lungo periodo:
 - ✓ Quadro normativo armonizzato di vigilanza
 - ✓ Operatività in CV riservata a soggetti autorizzati
 - ✓ Requisiti in materia di capitale e governance
 - ✓ Sicurezza informatica
 - ✓ Presidi di segregazione dei conti della clientela
 - ✓ Garanzia dei pagamenti e dei rimborsi
 - ✓ Separazione tra sistemi di pagamento delle CVs e delle valute legali



EBA
Opinion on
CVs
(luglio 2014)

- Nel breve periodo:
 - ✓ Mitigazione dei rischi dall'interazione tra gli schemi di CVs e i servizi finanziari regolamentati in valute legali
 - ✓ Scoraggiamento degli intermediari dall'acquistare, detenere e vendere CVs, consentendo di continuare a offrire a soggetti operanti nel settore delle CVs le attività e i servizi finanziari alla cui prestazione sono autorizzati



EBA
**VC schemes: a
further analysis**
(febbraio 2015)

- Nega ufficialmente che le CVs abbiano **natura monetaria**
- *Digital representation of value, not issued by a central bank, credit institution or e-money institution, which in some circumstances can be used as an alternative to money*



EBA
VC schemes: a
further analysis
(*febbraio 2015*)

- L'emissione da parte di una banca centrale non è requisito essenziale di una moneta
- **La moneta poggia sul fatto di costituire:**
 - ✓ Un mezzo di scambio
 - ✓ Un mezzo di conservazione di valore
 - ✓ Una unità di conto
- Le CVs non hanno, oggi, raggiunto lo status di attività altamente liquida ed il livello di accettazione comunemente associato con le valute legali



EBA
Report on
Crypto-assets
(gennaio 2019)

- Si passa dalle CVs ai crypto-assets
- Manca una tassonomia comune
- Caratteristiche:
 - ✓ Dipendono da una cryptography and distributed ledger technology
 - ✓ Non sono emessi o garantiti da una banca centrale o da una pubblica autorità
 - ✓ Possono essere utilizzati come mezzo di scambio e/o per investimento e/o per avere accesso a beni e servizi



EBA
Report on
Crypto-assets
(*gennaio 2019*)

- Individua 3 CATEGORIE DI CRYPTO-ASSETS:
 - ✓ **Payment/exchange/currency tokens** (Bitcoins e Litecoins). Tipicamente non conferiscono diritti, ma sono utilizzati come mezzo di scambio o per investimento o per la conservazione di valore
 - ✓ **Investment tokens** (Bankera). Tipicamente attribuiscono diritti (diritti di voto, partecipazione agli utili/proventi). Vedi ICO
 - ✓ **Utility token**



EBA
Report on
Crypto-assets
(gennaio 2019)

- Fuoriescono dal perimetro normativo della legislazione dei servizi finanziari (al più in limitati casi assimilabili a moneta elettronica)
- I servizi connessi alla custodia dei portafogli e alla gestione delle piattaforme di scambio non sono attività regolamentate
- Emergono diversi approcci alla regolamentazione di queste attività all'interno dell'UE
- Necessità di coordinamento con il lavoro dell'ESMA sulle ICOs e sulla possibilità di qualificarle come «strumenti finanziari» ai sensi della MiFID 2



EBA
Report on
Crypto-assets
(*gennaio 2019*)

- **Non** sono **riconosciuti** in alcuno Stato come «**moneta**», «**depositi**» o «**altri fondi rimborsabili**» ai sensi della CRR
- «**Moneta elettronica**»: valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso dietro ricevimento di fondi per effettuare operazioni di pagamento e che sia accettato da persone fisiche o giuridiche diverse dall'emittente di moneta elettronica (art. 2, comma 2, EMD2)



EBA
Report on
Crypto-assets
(gennaio 2019)

- Alcune Autorità di Vigilanza hanno segnalato all'EBA alcuni modelli di crypto-assets che astrattamente potrebbero soddisfare la definizione di «moneta elettronica» di cui alla EMD2
- Se così fosse, l'emittente dovrebbe essere autorizzato quale «istituto di moneta elettronica», qualora non ricorrano le condizioni di «deroga» di cui all'art. 9 della EMD2



EBA
Report on
Crypto-assets
(*gennaio 2019*)

- **Non** ricadono nella definizione di «fondi» di cui alla PSD2
- «Fondi»: banconote e moneta, moneta scritturale o moneta elettronica quale definita dalla EMD2
- Tuttavia, se il servizio abbinato a un crypto-assets (nell'ipotesi di sua qualificazione come «moneta elettronica») rientrasse tra i «servizi di pagamento» di cui all'Allegato I della PSD2, il soggetto ricadrebbe tra i soggetti che prestano «servizi di pagamento»



EBA
Report on
Crypto-assets
(gennaio 2019)

- Avvio di una attività di **MONITORAGGIO**, con la creazione di un «template» che le Autorità di Vigilanza dovranno sottoporre a istituti di pagamento e istituti di moneta elettronica (e altri soggetti coinvolti)
- Creazione di **BUSINESS PRACTICE** concernenti la pubblicità, l'informazione pre-contrattuale circa i rischi connessi alle transazioni in crypto-assets, disclosure dei diritti e delle tutele applicabili ai consumatori che utilizzino servizi connessi ai crypto-assets
- Revisione e supporto in materia di CRR
- Monitoraggio del perimetro normativo



ESMA
Alerts to the high
risks of
ICOs
(*novembre 2017*)

- Definizione di ICO
- Innovativa forma di raccolta di denaro presso il pubblico, attraverso l'uso di coins o token
- Durante una ICO, una società o un individuo emette monete o token e le mette sul mercato in cambio di moneta avente corso legale, come l'Euro o più spesso moneta virtuale



ESMA
Alerts to the high
risks of
ICOs
(novembre 2017)

- **Monete o token** (vedi EBA):
 - ✓ Servono ad accedere o comprare un servizio/prodotto che l'emittente sviluppa a partire dalla ICO
 - ✓ Garantiscono un diritto di voto o una partecipazione nei futuri proventi del progetti
 - ✓ Sono negoziati e/o scambiati con moneta fiat o virtuale dopo la vendita presso exchange specializzati, dopo la vendita



ESMA
Alerts to the high
risks of
ICOs
(*novembre 2017*)

Rischi:

- Possibile esistenza al di fuori di un quadro regolamentato
- Frodi o attività illecite
- Alto rischio di perdita del capitale investito
- Difficile disinvestimento
- Estrema volatilità del prezzo
- Inadeguatezza delle informazioni disponibili
- Rischi tecnologici



ICO

- Quella dell'ESMA è una sola delle definizioni:
 - ✓ **UK:** FCA, *14 settembre 2017*
 - ✓ **Svizzera:** FINMA, *29 settembre 2017*
 - ✓ **Francia:** AMF, *26 ottobre 2017*
 - ✓ **Germania:** BaFin, *15 novembre 2017*
 - ✓ **USA:** SEC, *25 luglio 2017*
 - ✓ **Singapore:** MAS, *10 agosto 2017*
 - ✓ **Hong Kong:** SFC, *5 settembre 2017*



ICO

- Non risultano differenze sostanziali
- Impraticabile una categorizzazione omnicomprensiva: la configurazione concreta delle singole ICOs si differenzia fortemente sotto il profilo tecnico ed economico a seconda della singola fattispecie



ESMA
Advice on
ICO and
Crypto-assets
(*gennaio 2019*)

- Esistenza di oltre 2.000 crypto-assets
- Fenomeno ancora modesto, che non desta pericoli di stabilità
- Attenzione ai rischi nei quali possono incorrere i possessori (frodi, attacchi informatici, antiriciclaggio, market manipulation)



ESMA
Advice on
ICO and
Crypto-assets
(*gennaio 2019*)

- Manca una definizione dei crypto-assets nelle UE financial securities laws
- Una survey tra le Autorità di Vigilanza (*estate 2018*) ha fatto emergere:
 - ✓ Qualificazione di alcuni “crypto-asset” quali “**securities**” o “**financial instruments**”
 - ✓ Necessità di una regolamentazione “comune”, anche se con vedute molto diverse
- Rischi di **arbitraggi normativi** in assenza di una definizione comune di crypto-assets



ESMA
Advice on
ICO and
Crypto-assets
(*gennaio 2019*)

- Applicabilità delle norme in materia di:
 - ✓ Prospetto
 - ✓ Transparency
 - ✓ MiFID II
 - ✓ Market Abuse e Short Selling Regulation
 - ✓ Settlement Finalty Directive and Central Secuties Depositories Regulation
 - ✓ AIFMD



ESMA
Advice on
ICO and
Crypto-assets
(*gennaio 2019*)

- **Francia**
 - ✓ In corso processo di adozione di una normativa in materia di ICOs
- **Lichtenstein**
 - ✓ Consultazione del Blockchain Act
- **Malta**
 - ✓ Adottati tre provvedimenti (*luglio 2018*)



Consob

- “Prodotto finanziario” comprende:
 - ✓ Sia le figure tipizzate degli “strumenti finanziari”
 - ✓ Sia “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria” (art. 1, comma 1, lett. u) del TUF)



Consob

- “Offerta al pubblico di prodotti finanziari”:
 - ✓ Ogni comunicazione rivolta a persone
 - ✓ In qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo
 - ✓ Che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’offerta e dei prodotti finanziari offerti
 - ✓ Così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati (art. 1, comma 1, lett. t) del TUF)



Consob

- “Investimento di natura finanziaria”:
 - ✓ Impiego di capitali
 - ✓ Aspettativa di rendimento di natura finanziaria
 - ✓ Assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all’impiego di capitale



Consob

- In diversi provvedimenti ha disposto la **sospensione/ divieto dell'offerta al pubblico** di:
 - ✓ Criptovalute
 - ✓ Portafogli di investimento in criptovalute
 - ✓ ICOperché svolta in **assenza di prospetto informativo**



Consob

- In diversi provvedimenti ha disposto la **sospensione/ divieto di attività pubblicitaria** finalizzata a promuovere l'adesione all'offerta pubblica di una criptovaluta



Consob

- In diversi provvedimenti ha disposto a gestori di piattaforme di trading di criptovalute di **porre termine** allo svolgimento di un servizio di investimento in assenza di autorizzazione



Tribunale di
Brescia
(18 luglio 2018)

- Diniego da parte di un notaio di iscrizione presso il Registro Imprese della delibera di liberazione di un aumento di capitale mediante conferimento di criptovalute
- Inidoneità a essere oggetto di valutazione economica
- Assenza di un mercato di riferimento
- Non aggredibili da parte dei creditori



Corte di Appello
di Brescia
(*24 ottobre 2018*)

- Medesima vicenda
- Diversa motivazione
- **Non applicabilità della procedura di cui al combinato disposto degli artt. 2264 e 2265**, non essendo possibile attribuire valore di scambio ad un'entità essa stessa costituente elemento di scambio (contropartita) nella negoziazione



Grazie per l'attenzione

Sabrina Galmarini
Partner Responsabile Team Regulatory
La Scala Società tra Avvocati

Contatti:

s.galmarini@lascalaw.com

tel. 02 439251

www.lascalaw.com

www.iusletter.com

